

Verantwoordelijke uitgever : Professor Louis Baeck,
Pro-dekaan van de Faculteit der Economische
en Toegepaste Economische Wetenschappen

De "Leuvense Economische Standpunten" worden opgevat als een vrije wetenschappelijke tribune waarin de stafleden van het Departement Economie en van haar onderzoekseenheid, het Centrum voor Economische Studiën, opiniërende studies en essays publiceren. De opzet bestaat erin om op bevattelijke wijze een reeks van inzichtsverhelderende en beleidsoriënterende economische standpunten te brengen. Onze beweeglijke wereld heeft hieraan wel behoefte.

Dergelijke reeks zal uiteraard verschillende opinies en denkstromingen brengen.

Leuvense Economische Standpunten zullen alleen de visie van de auteur vertolken. Zij kunnen dus niet doorgaan als de visie van een instelling.

Adres voor bestellingen :
Centrum voor Economische Studiën
Van Evenstraat 2B
B — 3000 LEUVEN

Prijs per aflevering : 100 F.
Postcheque : 000-0544830-78

Telefoon : 016 / 28.31.02 — 28.31.11

K.U. Leuven
Centrum voor Economische Studiën
E. van Evenstraat 2b - B-3000 LEUVEN
Tel. (016) 28.31.02 - 28.31.11
Fax (016) 28.33.61
BTW BE 419.052.173

KATHOLIEKE UNIVERSITEIT TE LEUVEN

DEPARTEMENT ECONOMIE

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

1993/70

**VRAAGTEKENS BIJ DE OVERHEIDSSCHULD
IN EEN FEDERAAL BELGIË**

**Mark DE BROECK
Dirk HEREMANS**

Dit standpunt wordt gepubliceerd naar aanleiding van het emeritaat van
Prof. Dr. L. Baeck, initiatiefnemer en uitgever van de Leuvense Economische Standpunten

oktober 1993

D/1993/2020/18

1. INLEIDING

De torenhoge schuldenberg dreigt nog voor de volgende decennia het gevoelige zenuwknoppunt te blijven waartegen elk economisch beleid aanbotst. Ten overvloede werd reeds gewezen op de economische risico's verbonden aan deze schuldenberg, meer bepaald de aantasting van het lange termijn produktievermogen en de groei, het onvermogen tot korte termijnstabilisatie van de economie ... In die zin is de loodzware hypotheek van de overheidsschuld in niet geringe mate mede verantwoordelijk voor de sterk verslechterde economische situatie in ons land op dit ogenblik.

In politieke middens heeft deze problematiek slechts aandacht gekregen vanaf het ogenblik dat het zgn. sneeuwbaaleffect werd waargenomen. Intrestbetalingen dienden gefinancierd met de uitgifte van nieuwe schuld, leidend tot een nefast zelfvoedend proces van schuldaccumulatie. Het gevolg is dat intrestlasten andere overheidsuitgaven gaan verdringen waardoor de werking van het overheidsapparaat in het gedrang komt en politici steeds meer in eigen vlees gaan snijden. Gegeven de zeer hoge vlucht die het overheidsbeslag de vorige decennia in onze economie heeft genomen, is deze verdringing op zichzelf nochtans niet het grote probleem. Het overheidsapparaat zou met heel wat minder middelen vlot kunnen blijven werken op voorwaarde dat men deze enveloppe herverdeelt via een verschuiving van transferuitgaven naar produktieve bestedingen (Zie D. Heremans, H. Geeroms, 1984).

Het schuldprobleem blijft dan ook in eerste instantie een financieringsprobleem dat niet zonder gevaren is voor de stabiliteit van het financieel bestel en voor de werking van de financiële markten.

Een uit de hand lopende schuldsituatie moet op lange termijn uitmonden in schuldmonetisatie of schuldrepudiatie d.w.z. monetaire financiering van de schuld of het niet inlossen door de overheid van haar schuldverplichtingen. Dergelijke vooruitzichten kunnen reeds op kortere termijn het vertrouwen van de financiële markten aantasten en zelfs de herfinanciering of de zgn. "roll-over" van de uitstaande schuld in het gedrang brengen.

Door de recente hervormingen van de geld- en kapitaalmarkten zijn deze financiële risico's niet verminderd, maar integendeel toegenomen. T.o.v. de genegotieerde plaatsing van schuld bij financiële instellingen werd resoluut geopteerd voor de ruimere

plaatsingsmogelijkheden in de markt, geboden door binnenlandse en buitenlandse beleggers. In geval van een vertrouwenscrisis zullen deze nochtans de eerste zijn om hun beleggingsposities te liquideren. De vraag is welke terugvalspositie de overheid dan nog heeft bij deze plaatsingsmoeilijkheden op de markt wanneer de vroegere genegotieerde plaatsingstechnieken bij financiële instellingen werden afgebroken. (Zie D. Heremans, M. De Broeck, 1991).

Deze discussie omtrent de overheidsschuldproblematiek in ons land heeft enkele tijd geleden een nieuwe communautaire dimensie gekregen t.g.v. de *staats hervorming*.

Langs de ene kant werd er gepleit voor een verdergaande opsplitsing van de overheidsschuld naar de deelgebieden. Het argument luidt dat een regionalisering van de overheidsschuld elke regio zou confronteren met de harde wet van de budgettaire verantwoordelijkheid. Dit zou de druk om te saneren opdrijven. (Zie P. De Grauwe, 1991).

Langs de andere kant werd gereageerd door vnl. te wijzen op de verstorende effecten op de financiële markten van dergelijke opsplitsing van de schuld, en meer bepaald ook op de hogere risicopremies die de deelstaten op hun leningfinanciering zouden dienen te betalen. (Zie P. Van Rompuy, 1992).

Terwijl het voorgaande zich hoofdzakelijk beperkte tot een eerder academische discussie, worden er recent nu ook vanuit de financiële wereld verdere vraagtekens geplaatst bij de federale overheidsschuld. Aanleiding daartoe is de goedkeuring van het Sint-Michielsakkoord waarbij bijkomende financiële middelen worden overgeheveld naar de deelgebieden, en tegelijk ook het politiek zwaartepunt in die richting verschuift. De houdbaarheid van de schuldsituatie is immers afhankelijk van de toekomstige evolutie van belastingontvangsten, overheidsuitgaven, BNP-groei, reële intrestvoeten. Niet alleen worden nieuwe middelen door de federale overheid overgeheveld naar de deelgebieden, maar worden ook de bestaande overdrachten vergroot door de vervroegde koppeling van de personenbelasting aan het BNP. Dit is niet van aard de intertemporele budgetbeperking van de federale overheid te verbeteren. In feite zijn deze toekomstige financiële verplichtingen dan gelijk te stellen met een toename van de federale schuld.

Onvermijdelijk rijst dan de vraag of de huidige toedeling van overheidsschuld tussen federale overheid en deelgebieden nog wel te verantwoorden valt voor de verdere toekomst. Veronderstelt m.a.w. het bewaren van het vertrouwen in deze schuld niet een grotere participatie van de deelgebieden in de financiële dienst van deze schuld ?

De bedoeling van deze bijdrage is niet cijfermatige scenario's pro of contra te ontwerpen, wel de discussie in een ruimer perspectief te plaatsen.

Er wordt onderzocht hoe openbare schuld optimaal kan gealloceerd worden tussen verschillende bestuursniveaus in een monetaire unie. Eerst worden de verschillende argumenten vóór en tegen deelstaatschuld analytisch onderzocht en telkens doorgetrokken naar de Belgische realiteit. Vervolgens wordt getracht de argumenten pro en contra onderling af te wegen en wordt gezocht naar enige empirische evidentie in federale landen. Tenslotte worden enkele mogelijke oplossingen doorgelicht die de huidige situatie vermogen te verbeteren.

De bedoeling van deze bijdrage is niet een nieuw communautair debat over de opsplitsing van de schuld te openen. Wel wordt er getracht naar mogelijke oplossingen te zoeken t.o.v. bekommernissen die op dit ogenblik in de financiële wereld leven, en aldus een antwoord te vinden voor de bestaande onrust.

2. ARGUMENTEN PRO REGIONALISERING

2.1. Macro-stabilisatie en risicospreiding

Zowel korte termijn inkomens- en tewerkstellingsstabilisatie als minimalisatie van belastingdistorties kunnen voor een overheid reden zijn om na een negatieve schok schuld aan te gaan eerder dan de bestedingen aan goederen of diensten te beperken of de belastingvoet te verhogen. Dit geldt althans voor zover de effecten van de schok *tijdelijk* zijn. Een niet voorbijgaande of *permanente* schok echter moet door een overeenstemmende permanente aanpassing van bestedingen of belastingen aangepakt worden : de overheidsbudgetbeperking laat niet toe in dit geval aan schuldfinanciering te doen.

Stabilisatie en spreiding van bestedingen en belastingen is bijgevolg een argument om schuldfinanciering door staten toe te laten. Indien er een negatieve correlatie is tussen de schokken die de staten treffen, is het zelfs mogelijk schuld aan te gaan bij een andere deelstaat of bij de unie.

Bij negatief gecorreleerde schokken bestaat echter ook het alternatief verzekering te bieden via een stelsel van centraal geïnde belastingen en uitgekeerde transferten. Een deelstaat die de inkomens- en tewerkstellingsgevolgen van een negatieve schok ondergaat, wordt gecompenseerd in de vorm van lagere belastingbijdragen en hogere transferten ten laste van de rest van de unie. Een nadeel van dergelijk risico-spreidend schema is het zgn. "moral hazard" probleem dat een deelstaat er toe kan aanzetten minder inspanning te doen om door eigen actie het risico van negatieve schokken te verminderen of zelf de gevolgen van de schok op te vangen. Bovendien bestaat het gevaar dat indien deze schokken permanent blijken te zijn, dergelijk centraal georganiseerd transferschema oneigenlijk gebruikt wordt als herverdelings- eerder dan als een verzekeringsmechanisme. Hetzelfde oneigenlijk gebruik doet zich voor bij de overdracht van middelen die niet schokgevoelig zijn (b.v. voor gezondheidszorg). Het voordeel van de regionalisering van de schuldfinanciering daarentegen is dat een deelstaat op die wijze meer mogelijkheden wordt geboden om zelf schokken op te vangen, dat deze deelstaat de gevolgen draagt van risicoverhogende acties en niet geniet van blijvende inkomensoverdrachten.

Hoewel de deelstaten in zo een kleine open economie als België uiteraard onderhevig zijn aan gelijkaardige schokken uit vnl. de Europese omgeving, wijzen de verschillende snelheden in de groeiprestaties van de deelstaten toch ook op specifieke schokken. Meer bepaald blijkt de sneller groeiende Vlaamse economie meer internationaal georiënteerd en afhankelijk van de uitvoer dan de achteroplopende Waalse economie die meer afhankelijk blijkt van nationale overheidsbestellingen. In bepaalde omstandigheden zou de mogelijkheid tot schuldfinanciering deze deelgebieden dan ook toelaten beter op deze specifieke schokken in te spelen.

De Waalse economie blijkt echter vnl. getroffen door een meer permanente schok gegeven de minder gunstige economische structuur en de zwakkere concurrentiekracht. (Zie P. Van Rompuy, D. Heremans, in Rapport van de Club van Leuven, *Vlaanderen op een kruispunt*). Binnen de unitaire Belgische staat werd dit tot nog toe opgevangen door een omvangrijk risico-spreidend transferschema dat werkt via de begroting en de sociale zekerheid. De hieraan verbonden moral hazard problemen, en m.n. de mindere inspanning door het betrokken deelgebied om door eigen actie het risico van dergelijke

schokken te verminderen, hebben tot een permanente herverdelingsstroom geleid. Het op gang houden van deze oneigenlijke transferten heeft ook mede tot een explosie van de overheidsschuld van de unie geleid.

De logica van de intussen tot stand gekomen federale staatsordening vereist nu echter dat er ruimte gegeven wordt aan de deelstaten om via eigen financiële verantwoordelijkheid schokken te kunnen opvangen en bovenstaande moral hazard problemen uit te schakelen. T.o.v. tijdelijke schokken kan dit door ruimere verantwoordelijkheden voor de deelgebieden voor schuldfinanciering. In de huidige financieringswetten blijven deze mogelijkheden voor regionale schuldtoewijzing al te beperkt. In geval van een niet voorbijgaande schok echter, laat de overheidsbudgetbeperking geen schuldfinanciering toe. De deelstaten dienen tot het herstel bij te dragen door een aanpassing van bestedingen en belastingen. Vnl. op dit vlak schiet de huidige financiële regeling schromelijk tekort door de zeer beperkte fiscale autonomie en verantwoordelijkheid. Dit heeft tot gevolg dat de deelstaten telkens hun financiële moeilijkheden blijven afwentelen naar de federale overheid met nefaste gevolgen voor de federale schuld.

2.2. Budgettaire incentieven en responsabilisering

Budgettaire verantwoordelijkheid vereist dat elke overheid geconfronteerd wordt met de *juiste budgetbeperking*. Volgens deze beperking dienen uitgaven en ontvangsten te beantwoorden aan de formeel toegewezen bevoegdheden en taken, waarbij tevens een overeenstemmend deel van de schulddienst ten laste van elke overheid valt.

Een *hoge* uitstaande *schuld* zelf houdt dan *incentieven* in om een *budgettaire sanering* door te voeren. Uitstel van schuldbeperkende maatregelen in de huidige periode zou overeenkomstig de intertemporele budgetbeperking van de overheid immers impliceren dat een nog grotere saneringsinspanning in de toekomst vereist is. Dit gaat in tegen het spreidingsprincipe van de openbare financiën.

T.o.v. de beperkte mate van toewijzing van schuld aan de deelstaten in België op dit ogenblik, zou een verdergaande regionalisering ervan elke deelstaat in grotere mate confronteren met de harde wet van de budgettaire verantwoordelijkheid. Dit zou de druk om te saneren opvoeren en een disciplinerend effect hebben op de totale schuldopbouw in ons land.

Binnen een muntunie zouden de financiële markten een verder disciplinerend effect uitoefenen op een overheid die zich zou bezondigen aan excessieve schuldopbouw. Deze zou immers geconfronteerd worden met hogere rentevoeten t.g.v. de toerekening van hogere risicopremies op haar schuld.

Dergelijke recepten zijn op dit ogenblik echter niet werkzaam in ons land omdat de verschillende overheden niet met de juiste, maar met *verkeerde budgetbeperkingen* geconfronteerd worden. De financiële middelenvoorziening zoals bepaald in de financieringswet heeft tot gevolg dat de belastingbevoegdheid op deelstaatsniveau niet in verhouding staat tot het takenpakket. De belastingheffing wordt immers hoofdzakelijk op federaal niveau gecentraliseerd met een overdracht van een deel van de geïnde middelen naar de deelstaten. De zgn. eigen fiscaliteit belooft daarbij nog niet één tiende van hun totale middelenvoorziening. (Zie D. Heremans, 1989).

Door de Sint-Michielsakkoorden wordt dit onevenwicht tussen middelen en bevoegdheden op het niveau van de deelstaten versterkt, wat tot verkeerde incentieven kan leiden.

Indien bij een hoge schuld de unie bijkomende middelen aan de deelstaten overdraagt of toewijst, zonder tegelijkertijd en in overeenstemmende mate bevoegdheden en uitstaande schuld over te dragen, kan de geconsolideerde overheidsschuld uiteindelijk hoger uitvallen. Dit gebeurt indien de geringere saneringsincentieven overeenstemmend met de relatief lage schuld op deelstaatsniveau niet gecompenseerd wordt door een grotere saneringsinspanning op unieniveau, omwille van een toenemende marginale kost bij verdere uitgavenverminderingen op dat laatste niveau.

Gegeven deze bestaande vervlechting van budgetbeperkingen tussen de verschillende overheden diende men tot nog toe voorzichtig om te springen met het regionaliseren van de schuld. In die omstandigheden wordt immers het disciplinerend effect van een hoge schuld aangetast. Dit zou zeker het geval zijn wanneer de deelstaat anticipeert dat bij een eventuele financiële crisis ten gevolge van schuldaccumulatieproblemen een deel van de schuldenlast zal overgenomen worden door andere deelstaten of door de unie, bijvoorbeeld in de vorm van een liquiditeitsverstrekking door de centrale bank van de unie. Dit geeft aanleiding tot een typisch tijds-inconsistentie probleem: ex ante hebben andere deelstaten en de unie er belang bij aan te kondigen en te verzekeren dat er geen "bail out"

van een probleemschuld zal komen. Ex post echter zullen de hoge kosten en de spillover-effecten van een financiële crisis er hen toch toe aanzetten tussen te komen¹.

Dergelijk scenario is voor de hand liggend wanneer de deelstaten voor hun middelen-voorziening hoofdzakelijk op de unie zijn aangewezen. Maar zelfs bij eigen belastingbevoegdheid van de deelstaten en volledig eigen verantwoordelijkheid voor de schuld-dienst, valt niet uit te sluiten dat ook in dat geval de saneringsincentieven uitgaande van een hoge schuld wegvallen.

Immers, saneringsmaatregelen in de huidige periode moeten weer hogere overheidsuitgaven of lagere belastingen in de toekomst mogelijk maken. Er rijst echter een probleem indien de saneringsvereiste zo zwaar is dat er op korte termijn geen perspectief op die mogelijkheid van een weer ruimere budgettaire positie geboden wordt, waarbij korte termijn de periode kan betekenen die de politieke overheid moet toelaten de sanering electoraal te overleven. De marginale opbrengst van de sanering is dan nul of zelfs negatief voor de betrokken overheid en het incientieffect van een hoge schuld wordt tenietgedaan (vergelijk het "debt overhang" argument in de literatuur over de buitenlandse schuld van ontwikkelingslanden).

Verder moet ook opgemerkt worden dat zowel theoretische analyse als empirisch onderzoek (vergelijk De Grauwe, 1990), uitwijzen dat het disciplinerend effect van een muntunie - te onderscheiden van het disciplinerend effect van schuld - als zodanig niet sterk genoeg is om excessieve schuldopbouw te vermijden.

Een en ander leidt tot de conclusie dat de vervlechting van budgetbeperkingen in de financiële middelenvoorziening in de huidige financieringswet niet bevorderlijk is voor een afremming van de schuldopbouw in ons land. Onder die voorwaarden kan een verdere regionalisering van de schuld zelfs contraproductief worden.

¹ Een andere vorm van incientief-probleem kan zich voordoen indien de unie een bepaalde voorkeur heeft m.b.t. de omvang van de geconsolideerde overheidssector en een deel van de unieschuld kan overdragen of toewijzen aan de deelstaten. De unie kan dan de budgetbeperking van deelstaten met een andere voorkeur strategisch manipuleren door het schuldniveau waarmee ze geconfronteerd worden aan te passen. Zo kan een unie-overheid die de omvang van de totale overheidssector beperkt wenst te houden en anticipeert dat de deelstaten meer expansief gericht zijn, bijkomende schuld uitgeven en (deels) doorschuiven naar de deelstaten. De unie kan dan deze deelstaten induceren een lager niveau van bestedingen te kiezen dan deze laatsten zelf zouden verkiezen door een schuld toe te wijzen die hoger is dan de schuld die ze zouden willen aangaan (vergelijk Persson en Svensson, 1989).

Nochtans kan de overdracht van meer schuld naar de deelgebieden wel de sanering van de overheidsfinanciën in de hand werken. De noodzakelijke, hoewel niet altijd voldoende voorwaarde daartoe is een grotere fiscale bevoegdheid van de deelstaten hetgeen hen elk afzonderlijk met de juiste budgetbeperkingen moet confronteren. (Zie D. Heremans, 1988).

3. ARGUMENTEN CONTRA REGIONALISERING

3.1. Schuldstabilisatie

De stabilisatie van de overheidsschuld, zoals deze gewoonlijk wordt gemeten door de schuld-BBP ratio, vereist dat indien de gemiddelde rentevoet op de uitstaande schuld de groeivoet van het BBP overschrijdt, dat dan het primair surplus op de begroting in termen van het BBP minstens gelijk is aan het produkt van dit rente-groei verschil en van de schuld-BBP ratio.

Vaak werd het ook in ons land voorgesteld alsof het voldoende is dat deze voorwaarde op het niveau van de geconsolideerde overheid zou vervuld zijn. (Voor een eerste kritiek hierop zie D. Heremans, 1990. De voorwaarden tot schuldstabilisatie op elk overheidsniveau werden becijferd in P. Van Rompuy, 1992). In een federatie met schuldstabilisatie op geconsolideerd niveau, zou dit dan bijvoorbeeld kunnen betekenen dat een steeds toenemende schuld in één staat niet problematisch is, voor zover zij gecompenseerd wordt door een aanhoudende schuldafbouw in een andere staat. Dergelijke standpunten kwamen ook in ons land naar voren n.a.v. een discussie over de verdeling van de saneringslast tussen de verschillende overheden.

Het voorgaande argument is echter misleidend. Indien schuldtitels worden uitgegeven door verschillende overheden, moet de *transversaliteitsvoorwaarde*, die een lange termijn beperking oplegt aan de schuldevolutie, geëerbiedigd worden door elke schuldenaar afzonderlijk. Er zullen dan ook meer dergelijke beperkingen zijn naarmate er meer schulduitgevende agenten zijn.

Terecht werd er geargumenteerd dat bij verdere regionalisering van de schuld de stabilisatie van de schuld in hoofde van de deelgebieden een bijzonder probleem vormt in ons land. In zover deze stabilisatie een primair surplus veronderstelt, m.a.w. een kwestie is van overheidsuitgaven en -ontvangsten, zijn de deelstaten in ons land gehandicapt in hun manoeuvreerruimte ten gevolge van het stelsel van financiële middelenvoorziening. Hun fiscale armslag is beperkt, zelfs indien rekening gehouden wordt met enige ruimte voor nieuwe eigen belastingen en opcentiemen op de federale personenbelasting. Verder ligt de elasticiteit van de overgedragen middelen van de deelstaten lager dan die van de federale staat, m.a.w. vertonen zij een zwakker verband met de groei van het BNP. (Zie D. Heremans, 1989). Gegeven deze lagere fiscale capaciteit van de deelstaten wordt er door sommigen zelfs gewag gemaakt van een financiële schokgolf ingeval van regionalisering van de Rijksschuld. (Zie P. Van Rompuy, 1992).

Deze laatste bezwaren worden echter enigszins ondervangen door het recente Sint-Michielsakkoord dat voorziet dat de overdrachten uit hoofde van de personenbelasting vervroegd gekoppeld worden aan het BNP. Zoals hoger betoogd werd blijven de mogelijkheden tot regionalisering van de schuld nochtans beperkt zolang er geen grotere fiscale bevoegdheden aan de deelstaten worden toegekend.

Er blijft tenslotte nog het argument dat bij de beoordeling van schuldstabilisatie ook rekening gehouden moet worden met *onzekerheid in de omgevingsfactoren*. Bij onzekerheid kan de schuldratio van de globale overheid gemakkelijker gestabiliseerd worden dan de ratio van (minstens één van) de afzonderlijke staten, voorzover de economische evolutie in deze staten niet perfect gecorreleerd is². Intuïtief is het eenvoudig te begrijpen dat aangezien de economische capaciteit van een unie de som is van deze van de deelstaten, de unie het voordeel van diversificatie heeft. Voorzover de verandering in de inkomens, en dus de belastingbasis, van de deelstaten niet perfect gecorreleerd zijn, is de variantie van het inkomen van de unie kleiner dan de som van de varianties van de inkomens in de staten. De schuld van de unie, met een meer gediversifieerde inkomensbasis, is dus minder risicovol dan die van elke staat afzonderlijk.

Dit argument dat pleit tegen een reallocatie van schuld naar de deelstaten toe en voor centralisatie van het schuldbeleid op federaal niveau, geldt niet bij het huidige stelsel van financiële middelenoverdrachten in ons land. De deelgebieden genieten daarbij van de meer gediversifieerde inkomensbasis van het federale niveau.

² Een voorbeeld in appendix 1 illustreert dit principe, dat voortvloeit uit de eigenschappen van de verwachte waarde en de variantie van kansveranderlijken.

Voor het geval dat de deelstaten over meer eigen fiscale inkomsten zouden kunnen beschikken, veronderstelt het diversificatie-argument dat de inkomensbasis in de deelstaten nogal conjunctureel uiteenlopend zou verlopen. De verschillen in ons land blijken echter eerder structureel waarbij het ene deelgebied bestendig achterloopt op het andere. Het centraal houden van de schuld om reden van het diversificatie-argument impliceert dan een bestendige overdracht van middelen van de ene deelstaat naar de andere.

Uit het voorgaande kan men besluiten dat het stabilisatie-argument grosso modo pleit tegen een regionalisering van de schuld, althans op strikt technische gronden bij een gegeven volume overheidsschuld. Houdt men echter rekening met de incentiveffecten en het disciplinerend effect van de schuld dan kan het ook in de andere richting wijzen. Immers bij een regionalisering van de schuld kunnen verschillende overheden sneller met de stabilisatievoorwaarden geconfronteerd worden en verplicht worden te saneren dan dit het geval zou zijn voor de geconsolideerde schuld, met als gunstig gevolg dat het niveau van de geconsolideerde schuld lager uitvalt.

3.2. Spillover-effecten

Hoger werd geargumenteerd dat het aangaan van schulden door de deelstaten hen t.o.v. de schokken waarmee zij kunnen geconfronteerd worden, een bijkomend instrument geeft om hun economie te stabiliseren.

De keerzijde van de medaille is natuurlijk dat op die wijze de federale macro-economische politiek in een economische en monetaire unie kan doorkruist worden. (Zie D. Heremans, 1988). M.a.w. indien aan deelstaten wordt toegelaten zelfstandig eigen schuld uit te geven, kan de schuldpositie in een bepaalde deelstaat aanleiding geven tot belangrijke spillover-effecten.

Een *eerste externaliteit* die in deze omstandigheden kan optreden, is een *opwaartse druk* op het *rentepeil* in andere deelstaten of op het gezamenlijk rentepeil in de unie. Dit veronderstelt echter dat er een niet-lineariteit optreedt in de intrestvoeteffecten van schuldopbouw, waarbij een hogere rente bij een omvangrijke schuld niet gecompenseerd wordt door een lagere rente bij een geringe schuld elders. De spillover-effecten in termen van een hogere intrestvoet tengevolge van een risicopremie worden verder besproken.

Indien er zich een rente spillover-effect voordoet, heeft dit ook bijkomende gevolgen voor de inkomensverdeling tussen de staten en tussen inkomenscategorieën en generaties in de unie³.

T.o.v. dit argument tegen de regionalisering van de schuld dient opgemerkt te worden dat dit geen nieuw gevaar inhoudt. In feite deden gelijkaardige spillover-effecten zich reeds voor in de unitaire staat. Zoals hoger betoogd werd, werden de macro-stabilisatievereisten van de deelgebieden afgewenteld op de unie via een omvangrijk risico-spreidend transferschema dat via massale unieschuld diende gefinancierd, wat ongetwijfeld ook intrestverhogend heeft gewerkt.

Ten gevolge van de staatshervorming zijn deze afwentelingsmogelijkheden naar de unie in beginsel beperkter geworden, hoewel de huidige financiële middelenvoorziening met slechts een beperkte fiscale autonomie voor de praktijk onvoldoende waarborgen biedt. Tegelijk werd er mede onder invloed van Leuvense publikaties, die wezen op de gevaren van een ongecontroleerde schulduitgifte door de deelstaten, in extremis een coördinatiemechanisme en toezichtsprocedure uitgebouwd in het kader van de Hoge Raad van Financiën. Toezicht en coördinatie, als alternatief voor centralisatie teneinde spillover-effecten onder controle te houden, scheppen aldus een zekere ruimte voor regionalisering van de schuld.

Een *tweede spillover-effect* treedt op indien de hoge schuldsituatie in een bepaalde deelstaat zou leiden tot een *financiële crisis*. Een dergelijke crisis kan zich voordoen bij twijfel in de financiële markten of een overheid in staat is het primair surplus te realiseren dat nodig is om binnen een redelijke termijn de schuld/BBP ratio te stabiliseren. Zonder toegang tot monetaire financiering, moet de deelstaat dan zijn toevlucht nemen tot niet-marktconforme maatregelen om de schuldenlast te verminderen. De anticipatie van dergelijke maatregelen leidt tot een koersverlies op de in de secundaire markt uitstaande schuld en tot een risicopremie op nieuwe schulduitgiften. Omdat in een monetaire unie de monetaire financiering wegvalt en de mobiliteit van goederen en factoren de mogelijkheid tot sterke belastingverhoging in een bepaalde staat beperkt, verhoogt de kans op dergelijke crisis in een unie. Gezien de sterke vervlechting van het financieel systeem

³ Een andere vorm van spillover-effect kan zich voordoen, indien de hoge schuld in een bepaalde staat aanleiding is om een restrictief budgettair beleid te voeren, waaruit tengevolge van imperfecties in de goederen- of arbeidsmarkt een Keynesiaans ondertewerkstellingsevenwicht met vraagtekort resulteert. Deze deflationaire effecten spreiden zich uit naar de andere staten, des te sterker naarmate er meer economische integratie in de unie is. Voorzover althans de Keynesiaanse interpretatie van budgettair beleid bijgetreden wordt, moet dit beleid hetzij centraal vastgelegd worden hetzij tussen de staten gecoördineerd worden om deflationaire spillover-effecten te vermijden.

binnen een monetaire unie, zal dergelijke crisis zich verspreiden buiten de deelstaat van oorsprong. In het waarschijnlijk geval dat de schuld van de betrokken deelstaat wordt aangehouden in andere deelstaten, worden deze laatste onmiddellijk getroffen door de waardevermindering van de schuld. De verminderde liquiditeit in de economie en het vermogensverlies in het algemeen zullen uiteindelijk alle transacties en marktdeelnemers in de geld- en kapitaalmarkten van de unie treffen.

De financiële spillover-effecten kunnen dan verder reële gevolgen hebben, als tengevolge van een minder efficiënte intermediatie door het financieel systeem de kredietverlening, het sparen en de investeringen negatief beïnvloed worden. Indien de financiële markten oordelen dat het risico op een crisis in een bepaalde deelstaat, tegelijk ook het risico in andere deelstaten verhoogt, treedt een bijkomend indirect spillover-effect op in de vorm van een hogere intrestvoet tengevolge van een risicopremie. Een financiële crisis in een bepaalde deelstaat kan echter vermeden worden, indien andere deelstaten of de unie bereid zijn tussen te komen, bijvoorbeeld in de vorm van een toename van het basisgeld op het niveau van de unie. Ook in dit geval blijven er nochtans spillover-effecten : de indirecte "bail out" kosten treden in de plaats van de directe kosten van de weerslag van de financiële crisis buiten de deelstaat van oorsprong.

Het gevaar voor het optreden van dergelijk spillover-effect van deelstaatschuld naar een financiële crisis in ons land, hangt samen met de hoger besproken vraag of de schuldstabilisatie in dat geval al of niet uit de hand zal lopen en of een hoge schuld al dan niet disciplinerend zal werken. Een gunstig antwoord hangt daarbij af van het toekennen van meer belastingbevoegdheid aan de deelstaten.

Verder kan ook getracht worden dit spillover-effect te bezweren via de voorziene procedure van toezicht en coördinatie van de schulduitgiften door de deelstaten. In de huidige financieringswet is tevens voorzien dat er geen federale waarborg van toepassing is voor de schuld van de deelstaten. Bij de totstandkoming ervan werd door de Leuvense economen overigens gepleit om deze "no bail-out" clause als een zgn. constitutionele norm expliciet in de nieuwe grondwet op te nemen teneinde de credibiliteit ervan te vergroten. Met deze suggestie werd echter geen rekening gehouden.

3.3. De organisatie van de financiële markten

Tegen de regionalisering van de schuld pleiten tenslotte de schaalvoordelen van marktcentralisatie. Deze leiden tot een betere marktwerking, omdat de interacties van alle transacties voor een actief in één markt leidt tot hogere liquiditeit en betere informatieverspreiding. Gegeven de reeds beperkte dimensie van de Belgische geld- en kapitaalmarkten, lijkt het niet voor de hand liggend dat er voor deelstaatschuld een voldoende liquide markt kan ontstaan. Zoniet vormt dit een bijkomend argument naast de hogere aangehaalde redenen waarom deelstaatschuld met hogere risicopremies te kampen krijgt.

Hierbij moet echter opgemerkt worden dat wanneer men deze logica doortrekt de schuld niet langer dient gecentraliseerd te worden op het Belgische niveau, maar dat er dient gedacht te worden aan schuldopbouw op *Europees niveau*.

De vraag rijst hierbij of centralisatie of decentralisatie van de schuld ook moet gepaard gaan met een overeenstemmende reorganisatie van de markten waarin deze schuld wordt verhandeld. Dit geldt in de eerste plaats in de Europese context, voorzover de Europese monetaire unie tot stand komt en verschillen in het belastingregime van beleggingen worden weggewerkt, en indien de schuldopbouw van het Europees supra-nationaal niveau zelf beperkt zou blijven. Op Europees vlak kan een overkoepelende financiële markt voor schuld van uiteenlopende autoriteiten spontaan groeien (vergelijk de rol van Londen voor aandelen) of na overheidsinitiatief tot stand komen. Dit veronderstelt dat beleggers na het wegvallen van het verschil in munt en belastingregime niet omwille van transactiekosten en informatieproblemen een voorkeur blijven geven aan schuldtitels uitgegeven door de overheden van de eigen deelstaat of land of blijven kiezen voor activa verhandeld in een lokale financiële markt. Zelfs indien beleggers schuldtitels van verschillende overheden in hoge mate als substituten zouden gaan beschouwen, kunnen er redenen zijn om de nationale markten te behouden. In principe kan marktcentralisatie tot een betere marktwerking leiden, omdat de interactie van alle transacties voor een actief in één markt leidt tot hogere liquiditeit en betere informatieverspreiding. Anderzijds echter kan centralisatie in één markt tot een verlies aan concurrentie leiden, met hogere transactiekosten en minder incentieven tot innovatie als gevolg. De eengemaakte markt kan wel concurrentieel blijven indien een andere markt werkzaam kan worden en indien handelaars de optie behouden hun transacties naar deze markt te verplaatsen. De bedreiging transacties te verliezen kan voldoende zijn om het gedrag uit te lokken dat in een concurrentiële markt zou gelden (theorie van de "contestable markets"). Een mogelijke tussenstap is het behoud van de bestaande nationale markten, maar met een

sterkere onderlinge band. Deze markten kunnen meer vervlochten worden door een systeem waarbij de handelaars de evolutie in de andere markten kunnen volgen en er orders kunnen plaatsen (vergelijk het voorgestelde Eurolist systeem - zie meer details in Ahimud, 1992).

In de huidige Belgische context is het duidelijk dat dit financieel argument van een meer liquide markt met lagere risicopremies mede heeft doorgewogen om het grootste deel van de vroegere unieschuld op federaal niveau te houden. Dit wordt bevestigd door het stelsel van annuïteiten.

Dit blijkt althans het geval te zullen zijn wanneer de financiële middelenvoorziening van de Gewesten en Gemeenschappen op kruissnelheid zal opereren. Initieel dienen de Gewesten en Gemeenschappen echter 100 procent van hun investeringsuitgaven en 14,3 procent van een aantal lopende uitgaven met leningen te prefinancieren. Naderhand worden deze middelen geleidelijk vrijgemaakt ten belope van 87,5 procent op deze prefinanciering, in de vorm van annuïteiten door de federale overheid bijkomend aan de middelenvoorziening over te dragen. Op dat ogenblik zouden de deelgebieden deze moeten omzetten in begrotingsoverschotten en overgaan tot een terugbetaling van hun schulden.

Dergelijk complex en weinig transparant prefinancieringssysteem werd in 1988 ontworpen om voor de regering de federale begrotingssituatie op korte termijn te verbeteren, en de lasten van deze verlichting te verschuiven naar de volgende jaren. Op kruissnelheid blijft de participatie in de lasten van de federale schuld zeer beperkt.

Dit verschuivingsmechanisme was vnl. geïnspireerd door korte termijn budgettaire objectieven en niet door een echte bekommernis de massale federale overheidsschuld te saneren.

4. EMPIRISCHE EVIDENTIE M.B.T. DE SCHULDALLOCATIE/TOEBEDELING

De optimale allocatie van de openbare schuld tussen de verschillende bestuursniveaus is bijgevolg een kwestie van de onderlinge afweging van voorgaande factoren die aan deze optimale allocatie dienen ten grondslag te liggen.

In de praktijk is deze afweging niet eenvoudig. Het zijn vnl. incentief-argumenten die verwijzen naar een regionalisering, terwijl coördinatie-argumenten pleiten voor het centraal houden. De moeilijkheid is dat incentiveffecten niet gemakkelijk in te schatten vallen in vergelijking tot de coördinatie-effecten. Blijkt deze afweging op a-priori basis uiterst moeilijk, dan kunnen mogelijkerwijze wel een aantal lessen getrokken worden uit empirische observaties over de allocatie en de financieringsvoorwaarden van de schuld in federale landen.

4.1. Deelstaatschuld en centrale schuld

Tabel 1 : Centrale- en deelstaatschuldratio's in 1991

	Federale Schuld procent BBP	Deelstaatschuld procent BBP	Procent Totale Schuld
Australië	15,2	4,2	21,6
België	114,1	6,6*	5,5
Canada	51,5	34,9	40,4
Duitsland	20,7	13,5	39,4
Oostenrijk	49,0	2,6	5,1
Spanje	38,0	2,7	6,6
U.S.A.	48,3	5,4	10,0
Zwitserland	12,1	10,4	46,3

* 0,54 procent indien alleen niet-gedebudgetteerde schuld.

Bron : Nationale gegevens en I.M.F., Government Finance Statistics Yearbook.

Uit tabel 1 volgt dat de deelstaatschuld niet onbelangrijk is t.o.v. de federale schuld in een aantal federale landen zoals Zwitserland en Duitsland, en zelfs erg belangrijk is in een hoge schuldland zoals Canada. In vergelijking hebben de nieuwere federale landen zoals België en Spanje een lage deelstaatschuld. Dit valt mede te verklaren door het centraal houden van de reeds uitstaande schuld bij de federalisering.

Verder blijkt er ook enig verband te bestaan tussen de financieringswijze en de omvang van de schuld. In Duitsland en Zwitserland is de bijna volledige deelstaatschuld in de vorm van buiten de markt geplaatste leningen. Ook in België gaat het hoofdzakelijk om oorspronkelijk gedebudgeteerde schuldverplichtingen. Vanuit het standpunt van de financiële markten zijn deelstaatobligaties echter wel belangrijk in Canada.

Tabel 2 : Totale Schuld in Federale en Niet-federale landen

(uitstaande schuld als procent van het BBP)

Federale landen		Niet-federale landen	
Australië	19,48	Denemarken	65,19
Canada	86,42	Finland	18,28
Duitsland	34,23	Frankrijk	27,08
Oostenrijk	51,57	Ierland	100,01
U.S.A.	53,71	Italië	101,91
Zwitserland	22,81	Nederland	62,28
		U.K.	34,66
		Zweden	48,18

M.b.t. de vraag naar al of niet verschillende budgettaire incentieven komt er uit tabel 2 echter geen eenduidig verband tussen de geconsolideerde schuld BBP-ratio en de al dan niet federale organisatie van een land naar voor. Alleen blijken de uitschieters met zeer hoge schuld tot de niet-federale landen te moeten gerekend worden. In feite werd ook in België de hoge schuld opgebouwd in de pre-federale periode.

Voor een land zoals België dat evolueert naar een federale ordening blijkt er met een 5,5 procent aandeel van de deelstaatschuld toch heel wat meer ruimte dan op dit ogenblik het geval is voor een regionalisering van de schuld. In Duitsland dat een enigszins vergelijkbaar financieringssysteem heeft beloopt de deelstaatschuld bijna veertig procent van de totale schuld.

4.2. Financieringsvoorwaarden van deelstaatschuld

M.b.t. de vraag of er een disciplinerend effect uitgaat van de financiële markten op excessieve schuldopbouw, kunnen de financieringsvoorwaarden in de realiteit van de deelstaatschuld bekeken worden. Vraag is daarbij of deze voorwaarden beïnvloed worden door de grootte van de schuldpositie en aldus een rem kunnen zijn op onverantwoord budgettair gedrag. Een antwoord op deze vraag vereist een econometrische studie van de intrestvoetbepaling op deelstaatschuld. Dergelijke studies zijn maar op een beperkte schaal beschikbaar en we beperken ons tot een samenvatting van de resultaten uit een tweetal rapporten m.b.t. Canada en de Verenigde Staten respectievelijk.

Catter en Rousseau (1986) onderzoeken hoe de intrestvoet op lange-termijn obligaties uitgegeven door vier provinciale overheden in Canada mede afhankelijk is van de omvang van de provinciale schuld. De auteurs komen tot het besluit dat er een niet-lineair verband is, waarbij de provinciale schuld/BBP ratio een positief effect heeft op de intrestvoet in twee provincies met hoge schuld, New Brunswick en Quebec, maar geen weerslag heeft in de lage schuld provincies, British Columbia en Ontario. In de eerste twee provincies kan een stijging van de schuld/BBP ratio met 10 percentpunten, de intrestvoet met tot vijftig basispunten doen toenemen. De auteurs merken ook op dat deze premie mede afhankelijk is van de mate waarin de provinciale begroting ondersteund wordt door federale tussenkomsten.

In een gelijkaardige studie van het rendement op obligaties uitgegeven in 39 V.S.-staten, komen Goldstein en Woglom (1992) tot de bevinding dat de staten met een hogere schuld en met een hogere trendmatige schuldgroei een hogere intrestvoet moeten betalen. Een staat met schuldindicatoren die één standaardafwijking boven het gemiddelde liggen zou tot twintig basispunten meer moeten betalen dan een staat met indicatoren die er zich één standaarddeviatie onder bevinden. De auteurs stippen ook aan dat zelf opgelegde beperkingen op schuldfinanciering de premie lager doen uitvallen, ook al zijn deze beperkingen niet vastgelegd door een hogere overheid en dus steeds vatbaar voor herziening.

De niet-lineariteit van de premie vastgesteld in beide studies laat uitschijnen dat de intrestvoet sterk zou kunnen oplopen in hoge schuldsituaties. De schuldpositie in de deelstaten in de twee bestudeerde landen kan echter niet als zodanig geklassificeerd worden en laat bijgevolg niet toe uitsluitsel te geven over wat premies in probleemsituaties

kunnen zijn. De interpretatie van deze premies blijft bovendien moeilijk zonder een analytisch kader dat toelaat te beoordelen of zij een adequate weerspiegeling zijn van de hogere risico's en hogere kosten die schuldaccumulatie met zich meebrengt, of m.a.w. de financiële markten efficiënt zijn in de prijszetting.

Gaat er van schuldopbouw wel een signaalfunctie uit in de vorm van hogere rentevoeten, dan is dit nog geen garantie voor een disciplinerend effect op de deelstaatoverheid. Het is niet mogelijk zonder meer te bepalen in hoeverre een hogere intrestvoet een incentief is voor een kortzichtige overheid om een overdreven beoordeelde schuldpositie af te bouwen. Hogere intresten als zodanig laten een overheid nog steeds toe op korte termijn een vermindering van het primair tekort vooruit te schuiven. Bovendien kan deze overheid van oordeel zijn dat een hogere intrest op schuld aangehouden binnen het land enkel een herverdelingsprobleem met zich meebrengt.

Wanneer in ons land de schuld verder zou geregionaliseerd worden zouden bijgevolg ook hogere risicopremies van de deelstaten kunnen verwacht worden. In zoverre echter verwacht wordt dat de deelstaten zullen ondersteund worden door federale tussenkomsten, verminderen deze risicopremies, maar verdwijnt tegelijk de signaalfunctie van hogere intrestvoeten bij schuldopbouw. In dit opzicht vormt meer eigen fiscale verantwoordelijkheid van de deelstaten een noodzakelijke voorwaarde. Hoewel hogere rentepremies nog geen waarborg inhouden voor verdere discipline zouden eventuele problemen van het uit de hand lopen van de schuldsituatie een wel verregaande opsplitsing van de schuld veronderstellen.

4.3. Vergelijking van de risicopremies

De risicopremies op de deelstaatschuld vallen in het algemeen hoger uit op de deelstaatschuld dan op de federale schuld. (Zie ook P. Van Rompuy, 1992). In 1991 bedroeg deze "spread" in Canada gemiddeld 36 basispunten en 44 basispunten in Zwitserland. Niet zelden wordt hieruit eerder overhaast geconcludeerd dat regionalisering van de schuld de totale intrestlasten zal opdrijven.

Voorgaande redenering gaat echter impliciet uit van een gelijkblijvend totaal volume aan overheidsschuld. Er wordt m.a.w. geen rekening gehouden met de mogelijke incentief-effecten van dergelijke operatie op het schuldvolume. De hoogte van de schuld bepaalt immers mede de grootte van de risicopremies. Overigens zelfs bij een gelijkblijvend

volume kan een herallocatie die beter beantwoordt aan de capaciteit van de verschillende overheden om de schulddienst te verzorgen de risicopremies verminderen.

Toegepast op België waar de federale overheid bijna de ganse schuldenlast torst, mag men de risicopremies niet veronachtzamen die op dergelijke hoge schuld wegen. Op dit ogenblik besteedt de federale overheid bijna 40 procent van haar uitgaven aan rentelasten terwijl slechts 7 procent van de gezamenlijke uitgaven van de deelgebieden door rentelasten worden opgeslorpt. Indien de regionalisering van een deel van de schuld tot een meer evenwichtige allocatie van de schuld zou leiden, zouden de risicopremies op die schuld kunnen dalen en bijgevolg ook de totale intrestlasten. Het positief renteververschil dat ontstaat bij de regionalisering ten nadele van de deelstaten t.o.v. de federale overheid, kan meer dan gecompenseerd worden door een gelijktijdige beperking van de risicopremie op de federale schuld.

5. BELEIDSALTERNATIEVEN

Idealiter zou de beste aanpak van de schuldproblematiek in ons land als volgt dienen te gebeuren : eerst op grond van voorafgaande theoretische criteria, die ook empirisch worden afgewogen, een optimale verdeling van de schuld vastleggen. Vervolgens dient te worden nagegaan in hoeverre de feitelijke verdeling in ons land ervan afwijkt, om dan de nodige herverdeling over de verschillende overheden tot stand te brengen.

Deze benadering veronderstelt een moeilijke evenwichtsoefening tussen : enerzijds een juiste spreiding m.b.t. incentief- en coördinatie-effecten van de lasten van de schuld tussen de verschillende overheden en anderzijds de voordelen van financiële centralisatie op de financiële markten.

Voor dergelijke ideale aanpak ontbreken echter op dit ogenblik voldoende betrouwbare empirische inzichten en is verder onderzoek aangewezen. Een en ander belet evenwel niet dat voorgaande inzichten wel bruikbaar kunnen zijn, gegeven de dringendheid van de schuldproblematiek in ons land, om nu reeds een betere allocatie ervan tot stand te brengen. Verschillende alternatieven kunnen daarbij achtereenvolgens vergeleken worden.

5.1. Schuldplitsing

Het incentieffeffect pleit voor een betere verdeling van de reële last van de schuld tussen de verschillende overheden. Immers bij een in verhouding tot de inkomsten en bevoegdheden te geringe schuld op deelstaatniveau is er ook weinig druk om tot de afbouw van de geconsolideerde schuld bij te dragen.

Problemen van reorganisatie van financiële markten kunnen zich nochtans voordoen bij een herschikking van unieschuld naar de deelstaten toe. Zelfs indien dergelijke reallocatie zou kunnen uitgewerkt worden met behoud van de monetaire unie en met nakoming van alle uitstaande schuldverplichtingen en zou kunnen afgesproken worden zonder te hoge onderhandelingskosten, moet het institutioneel kader van de financiële markten aangepast worden. Verschillende regelingen zijn daarbij denkbaar om er voor te zorgen dat het deel van de unieschuld dat omgezet wordt in deelstaatschuld gehonoreerd wordt.

Een eerste en meest drastische mogelijkheid is een opsplitsing zonder meer, waarbij deelstaten een afgesproken deel van de unieschuld overnemen en zo snel mogelijk door eigen schuld vervangen, zonder nog verder verantwoordelijkheid te dragen voor unieschuld toegewezen aan andere deelstaten (voor een verdere discussie zie Boothe en Harris, 1991). Dergelijke aanpak lijkt echter het minst aangewezen om het vertrouwen van de financiële markten niet in het gedrang te brengen.

Een tweede mogelijkheid is de deelstaten gezamenlijk en hoofdelijk aansprakelijk te houden voor het deel van de unieschuld dat overgedragen wordt. De dienst van de schuld kan verzekerd worden door een gemeenschappelijk schuldagentschap, desgevallend met een eigen dotatie, gefinancierd door voorafname op de (toegewezen) ontvangsten van de deelstaten, of zelfs met een eigen belastingbevoegdheid. Dit schuldagentschap kan de overgedragen unieschuld ook geleidelijk (vervroegd) terugbetalen volgens een vooraf afgesproken schema. Nieuw uitgeven deelstaatschuld is dan de volledig eigen verantwoordelijkheid van de deelstaten. Deze regeling kan echter aanleiding geven tot zgn. "free rider" problemen.

Een derde mogelijkheid is de unie als formele schuldenaar van de overgedragen schuld te behouden en de deelstaten tegelijk bijkomende schuld te laten uitgeven die dan als actief door de unie in portfolio gehouden wordt. De deelstaten verzekeren in economische zin

de dienst van deze unieschuld, die naarmate ze vervalt geherfinancierd wordt met deelstaatschuld tot de afgesproken mate van schuldoverdracht gerealiseerd is. Deze regeling blijft echter het risico inhouden dat de deelstaten ingeval van financiële moeilijkheden hun schuldverplichtingen t.o.v. de unie niet zullen nakomen.

5.2. Verdeling van interestlasten op de schuld

De vraag blijft of voorgaande schuldsplitsing en reorganisatie van financiële markten wel nodig is, met de gevaren van ernstige financiële verstoring eraan verbonden.

Eigenlijke schuldsplitsing kan vermeden worden indien de belastinginning en de dienst van de schuld centraal worden gehouden, maar van de middelen die aan de deelstaten worden overgedragen een deel wordt afgehouden dat overeenstemt met de dienst van de schuld die aan de deelstaten moet worden toegerekend⁴.

Deze formule van oneigenlijke schuldsplitsing combineert dan de voordelen van economische decentralisatie van de last van de schuld met het behoud van financiële centralisatie. Bovendien kan dergelijke regeling uitgewerkt worden zonder al te grote wijziging aan het bestaande stelsel van financiële middelenvoorziening van de deelstaten⁵.

5.3. Combinatie schuld en fiscaliteit

Voorgaand voorstel van participatie van de deelstaten in de schulddienst dient op termijn nochtans ingeschakeld te worden in een meer fundamentele oplossing. Deze impliceert een grondigere hervorming van het huidige financieringssysteem met een verdere overdracht van belastingbevoegdheid naar de deelstaten.

De bestaande middelenvoorziening houdt niet de juiste budgetbeperkingen in en bijgevolg ook niet de juiste saneringsincentieven. In verhouding tot de toegewezen bevoegdheden

⁴ Die toerekening zelf kan gebeuren op grond van een contract tussen unie en deelstaten volgens een verdeelsleutel die de optimale saneringsincentieven induceert (vergelijk het innovatief werk van Persson en Tabellini, 1992).

⁵ Een voorstel in die zin om de overgedragen middelen te verminderen met het aan de bevoegdheidsoverdracht corresponderend bedrag aan interestlasten werd reeds geformuleerd door G. Clemer, *Gazet van Antwerpen*, 14 juli 1992.

en uitgavenpakketten is de eigen fiscale bevoegdheid en verantwoordelijkheid voor de deelstaten veel te beperkt.

De overdracht van belastingbevoegdheden naar de deelstaten dient voor de federale overheid gecompenseerd te worden hetzij door een overdracht van bijkomende uitgavenpakketten hetzij door een vermindering van de overdracht van federaal geïnde belastingen. Een grotere participatie van de deelstaten in de dienst van de federale schuld kan in dergelijk kader ingepast worden, zoals verder wordt uitgewerkt in bijlage 2. Op die wijze kan via een meer evenwichtige verdeling van de lasten en de juiste saneringsincentieven een bijdrage geleverd worden tot het vertrouwen in de uitstaande overheidsschuld.

BESLUIT

De op zichzelf reeds ingewikkelde problematiek van een torenhoge overheidsschuld is er niet op vereenvoudigd door de federale omvorming van ons land. De bijkomende overheveling van financiële middelen en de verschuiving van het politieke zwaartepunt naar de deelgebieden in het recente Sint-Michielsakkoord heeft de bezorgdheid in de financiële wereld verder doen toenemen. Meer bepaald rijst de vraag of de huidige toedeling van de schuld tussen federale overheid en de deelstaten nog te verantwoorden valt. Op dit ogenblik besteedt de federale overheid bijna 40 procent van haar uitgaven aan rentelasten, terwijl dit voor de deelgebieden 7 procent van de gezamenlijke uitgaven bedraagt. Veronderstelt het bewaren van het vertrouwen in de massale federale schuld niet een grotere participatie van de Gewesten en Gemeenschappen in de financiële dienst van deze schuld ?

In deze bijdrage wordt een antwoord gezocht op deze vraag door de verschillende argumenten pro en contra regionalisering van de overheidsschuld verder te analyseren.

De argumenten contra regionalisering van de schuld hebben in ons land bij de staatshervorming ongetwijfeld doorgewogen en verklaren de huidige ongelijke schuldverdeling. Vooreerst zou de opdeling de schuldstabilisatie, m.a.w. het vermijden van het zgn. sneeuwbaaleffect van de schuld, bemoeilijken. Dit argument dat verband houdt met de financiële middelenvoorziening voor de deelgebieden, werd door het Sint-Michielsakkoord enigszins afgezwakt en zou verder kunnen opgevangen worden door een grotere fiscale

autonomie. Traditioneel wegen vnl. de bekommernissen voor ongunstige "spillover-effecten" door, in de vorm van een opwaartse druk op het rentepeerl en toegenomen risico's van financiële crisis bij kortzichtig gedrag van één van de deelgebieden.

Regionalisering zou in elk geval veronderstellen dat de huidige procedures van coördinatie en toezicht op de schulduitgiften zouden versterkt worden.

Daartegenover dienen een aantal argumenten ten voordele van schuldregionalisering nader onderzocht te worden. Vooreerst pleit het zgn. macro-stabilisatie-argument ervoor om aan de deelgebieden door middel van schuldfinanciering meer armslag, maar ook meer verantwoordelijkheid te geven om zelf hun economische activiteit en tewerkstelling te stabiliseren wanneer zij geconfronteerd worden met tijdelijke schokken. Verder is vnl. het argument van de juiste budgettaire incentieven en responsabilisering van de deelgebieden belangrijk. Regionalisering van de schuld zou de deelgebieden in grotere mate confronteren met de harde wet van de budgettaire verantwoordelijkheid en hen aanzetten meer tot de sanering bij te dragen. Dergelijk recept kan echter in ons land niet werkzaam zijn zolang de verschillende overheden niet met de juiste, maar met verkeerde budgetbeperkingen worden geconfronteerd. Door de Sint-Michielsakkoorden worden deze onevenwichten overigens verergerd. De dringende voorwaarde is bijgevolg dat de belastingbevoegdheid op deelstaatniveau beter in verhouding gebracht wordt tot het uitgavenpakket.

De optimale allocatie van de schuld is dan een kwestie van onderlinge afweging van deze verschillende criteria, waartoe verdere empirische observaties en onderzoek voor ons land onontbeerlijk zijn. Terzake bestaat er slechts een beperkte empirische evidentie m.b.t. andere federale landen. Deze wijst door de band genomen op een hogere verhouding van de deelstaatschuld tot de federale schuld. Voor een land zoals België dat evolueert naar een federale ordening zou er dan ook meer ruimte moeten zijn voor een regionalisering van de schuld. Uit de financieringsvoorwaarden van de deelstaatschuld in Canada en de V.S.A. volgt dat schuldopbouw gesanctioneerd wordt door hogere rentevoeten. Hogere risicopremies geven een signaal tot meer discipline, maar dit garandeert nog niet dat er gevolg aan gegeven wordt. Verder vallen weliswaar de risicopremies in het algemeen hoger uit op deelstaatschuld dan wel op federale schuld. Nochtans zal een regionalisering van de schuld niet noodzakelijk de totale interestlasten opdrijven, indien door een meer evenwichtige verdeling van de schuldenlast tegelijk de risicopremies op de federale schuld dalen.

Op basis van voorgaande (onvolledige) inzichten worden er enkele beleidsalternatieven onderzocht ter verbetering van de huidige nevralgieke schuldsituatie. Een mogelijkheid om een betere verdeling van de reële last van de schuld tussen de verschillende overheden te bekomen bestaat in een splitsing van de schuld. Verschillende formules en modaliteiten kunnen uitgewerkt worden om ervoor te zorgen dat het deel van de federale schuld dat omgezet wordt in deelstaatsschuld gehonoreerd wordt. Nochtans kan in het kader van de bestaande financiële middelenvoorziening in ons land schuldsplitsing op korte termijn best vermeden worden. De deelgebieden dienen dan te participeren in de dienst van de hen toegerekende schuld, d.w.z. participeren in de intrestlasten door middel van een voorafname op de hen toegewezen middelen. Op termijn dient men na toekenning van meer belastingbevoegdheden aan de deelstaten te komen tot een gecombineerde oplossing van schuldverdeling en voorafname voor intrestlasten op de overgedragen middelen.

BIBLIOGRAFIE

- ANIHAD Y. and H. MENDELSON, "How (not) to integrate the European Capital markets", in : GIOVANNINI A. and C. MAYER, *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 1991, pp. 73-100.
- CARTER, R. and H.-P. ROUSSEAU, L'influence de la dette sur le coût des obligations à long terme : le cas des quatre provinces Canadiennes, *Conseil Economique du Canada*, Document no. 298, mars 1986.
- DE GRAUWE, P., Fiscal Discipline in Monetary Unions, *International Economics Research Papers*, nr. 71, November 1990.
- DE GRAUWE, P., Denkoefeningen over de regionalisering van de Belgische overheids-schuld, *Leuvense Economische Standpunten*, nr. 60, november 1991.
- GOLDSTEIN, M. and G. WOGLOM, "Market-based fiscal discipline in monetary unions: evidence from the US municipal bond market", in : CANZORERI, M.B., GRILLI, V. and P.R. MASSON (eds.), *Establishing a central bank : issues in Europe and lessons from the U.S.*, Cambridge University Press, 1992.
- HEREMANS, D. en H. GEEROMS, Marktsector en budgetsector in België. Grenzen aan het overheidsbeslag ?, *Leuvense Economische Standpunten*, nr. 30, 1984.
- HEREMANS, D., "Schuldfinanciering van de Deelgebieden", in : W. MOESEN, D. HEREMANS, P. VAN ROMPUY, M. EYSKENS, *Bedenkingen bij de nieuwe financieringsvoorstellen van Gewesten en Gemeenschappen*, *Leuvense Economische Standpunten*, 1988, nr. 47, blz. 10-22.

- HEREMANS, D., De invloed van de nieuwe staatshervorming op de openbare financiën, *Documentatieblad Ministerie van Financiën*, mei-juni, 1989, pp. 200-224.
- HEREMANS, D., De financieringswet van 16 januari 1989 en de openbare financiën. Een commentaar, *Documentatieblad Ministerie van Financiën*, mei-juni 1990, pp. 99-108.
- VAN ROMPUY, P. en D. HEREMANS, "Samenhang en verscheidenheid in de Belgische Economie", in : CLUB VAN LEUVEN, *Vlaanderen op een kruispunt. Sociologische, economische en staatsrechtelijke perspectieven* (co-auteurs A. Alen, J. Billiet, K. Matthijs, P. Peeters, J. Veelaers, P. Van Rompuy), Leuvense Universitaire Pers en Lannoo, Tielt, 1990, pp. 129-151.
- HEREMANS, D. en M. DE BROECK, Overheidsschuld en Financiële Markten in de Branding, *Leuvense Economische Standpunten*, nr. 57, 1991.
- PERSSON, T. and L. SVENSSON, Why a stubborn conservative would run a deficit : policy with time-inconsistent preferences, *Quarterly Journal of Economics*, 105, May 1989, pp. 325-346.
- PERSSON, T. and G. TABELLINI, Federal Fiscal Constitutions, Part I : Risk Sharing and Moral Hazard, *CEPR Discussion Paper Series*, nr. 728, October 1992.
- VAN ROMPUY, P., Kritische bedenkingen bij de regionalisering van de overheidsschuld, *Leuvense Economische Standpunten*, nr. 64, 1992.

BIJLAGE 1 : SCHULDSTABILISATIE ONDER ONZEKERHEID

Het volgende voorbeeld kan de rol van onzekerheid en van schuldopdeling bij de afleiding van de voorwaarden voor schuldstabilisatie verduidelijken.

Veronderstel dat de schuld van een bepaalde centrale overheid wordt opgedeeld tussen twee staten. De schuld wordt verdeeld volgens het BBP criterium, zodat de schuld/BBP ratio van de staten gelijk is aan deze van de centrale overheid voorheen. De volgende notatie wordt gebruikt : Y , Y_1 en Y_2 duiden het BBP van respectievelijk de unie en van de twee staten aan. De overeenstemmende schuldvariabelen zijn B , B_1 en B_2 . De rente op de schuld, r , is bij veronderstelling internationaal gegeven en volledig voorspelbaar, de deelstaat BBP is daarentegen onzeker. Dit deelstaat BBP kan twee waarden aannemen met een kans p , respectievelijk $(1-p)$.

De volgende cijferwaarden kunnen bij wijze van voorbeeld gebruikt worden in een twee perioden context.

- de rentevoet r is zes procent.
- in de eerste periode bedraagt Y_1 200, in de tweede periode is Y_1 120 met een kans $1/2$ en 300 met een even grote kans (i.e. p is een half). De gemiddelde groeivoet van de economie is daarom vijf procent.
- het BBP in de tweede staat, Y_2 , is initieel 100 om in de tweede periode met even grote waarschijnlijkheid de waarden 70 (terwijl Y_1 120 is) en 140 aan te nemen. De gemiddelde groeivoet is dus ook vijf procent in deze staat.
- de oorspronkelijk centraal uitstaande schuld, B , bedraagt 450 en wordt volgens het BBP in de eerste periode verdeeld : B_1 is daarom 300 en B_2 150 in deze eerste periode.

Indien er geen onzekerheid was (i.e. de gemiddelde groeivoet van vijf procent staat vast), zou in percent van het BBP, het primair overschot vereist in de tweede periode om de schuld/BBP ratio te stabiliseren anderhalf percent bedragen (waarbij de term $(T-G)$ het primair surplus en g de gemiddelde groeivoet van het BBP uitdrukt) ongeacht of de schuld centraal wordt gehouden dan wel wordt opgedeeld.

$$\begin{aligned}\frac{(T-G)}{Y} &= (r - g) \frac{B}{Y} \\ &= 0.015\end{aligned}$$

Indien echter rekening moet gehouden worden met onzekerheid stijgt het vereist primair surplus bij een centraal gehouden schuld tot boven 10 percent (de superindex van Y duidt het regime aan van de BBP waarden).

$$\frac{(T-G)}{Y} = rB \left[p \left(\frac{1}{Y_1^1 + Y_1^2} \right) + (1-p) \left(\frac{1}{Y_1^2 + Y_2^2} \right) \right]$$

$$= 0.102$$

Als bijkomend nog een opsplitsing van de schuld zou doorgevoerd worden, zou schuld-stabilisatie in elk van de staten afzonderlijk andere waarden voor het surplus vereisen. In de eerste staat zou een nog groter surplus moeten gerealiseerd worden :

$$\frac{(T_1 - G_1)}{Y_1} = rB_1 \left[p \left(\frac{1}{Y_1^1} \right) + (1-p) \left(\frac{1}{Y_1^2} \right) \right]$$

$$= 0.105$$

Analoge berekeningen laten zien dat het vereiste primair surplus in de tweede deelstaat lager uitvalt en 9.64 percent bedraagt.

De verklaring voor deze uiteenlopende resultaten ligt in de eigenschap dat de verwachting van de inverse van een variabele (het BBP in dit geval) groter is dan de inverse van de verwachting, waarbij de mate van afwijking beïnvloed wordt door de variantie van de variabele (de variantie van het BBP in de tweede deelstaat is kleiner).

Het voorbeeld kan nu lichtjes gewijzigd worden, door te veronderstellen dat wanneer het BBP laag is in de eerste deelstaat, $Y_1^1 = 120$, het juist hoog is in de tweede deelstaat, $Y_2^1 = 140$, en omgekeerd, $Y_1^2 = 300$ en $Y_2^2 = 70$, telkens met een kans van een half. Deze veronderstelling impliceert een negatieve correlatie tussen de BBP evolutie in de twee staten. Voor de schuldstabilisatie op deelstaatsniveau verandert er niets, maar indien de schuld centraal was gehouden zou het vereiste surplus lager uitvallen en maar 8,84 percent bedragen.

Het volgende inzicht kan afgeleid worden : indien de groeivoeten van de staat BBP positief maar niet perfect gecorreleerd zijn, ligt het primair surplus vereist om een centraal gehouden schuld te stabiliseren tussen het surplus vereist in de staten. Bij een negatieve correlatie ligt het eerst vermelde primair surplus zelfs lager dan dat in elk van de staten

afzonderlijk. Opdeling van de schuld is vanuit hett oogpunt van schuldstabilisatie dan ook problematisch. De transversaliteitsvoorwaarde legt uiteindelijk schuldstabilisatie op aan elke overheid die schuld uitgeeft. Het vereiste surplus in (minstens één van de) deelstaten wordt groter naarmate de schuld over meer deelstaten wordt opgedeeld.

BIJLAGE 2 : BUDGETBEPERKINGEN EN PARTICIPATIE IN DE SCHULDENLAST

De juiste budgetbeperking van de overheid in een deelstaat op tijdstip t , kan eenvoudigheidshalve als volgt uitgeschreven worden :

$$\Delta B_t = G_t - T_t + r_t B_t$$

waarbij G_t de toegewezen bevoegdheden en uitgavenpakketten uitmaakt, T_t de financiële middelen, B_t de uitstaande schuld waarop een rente r_t dient betaald te worden.

Een vervlechting van budgetbeperkingen met de federale overheid ontstaat bij volgende opsplitsing van T_t

$$T_t = T_t^1 + T_t^2$$

waarbij T_t^1 de eigen fiscale middelen van de deelstaat zijn, en T_t^2 de verkregen overdrachten van federaal geïnde belastingen.

Hoewel dergelijke opdeling van financieringsbronnen in alle federale landen voorkomt, valt in België T_t^1 met nog geen tien procent van de middelen erg mager uit.

De uitstaande schuld kan verder bestaan in schuld die door de deelstaat zelf opgebouwd wordt B_t^1 en eventueel schuld die naar de deelstaat wordt overgeheveld door de centrale overheid B_t^2 waarbij

$$B_t = B_t^1 + B_t^2$$

Op dezelfde wijze kunnen de intrestlasten onderscheiden worden

$$r_t B_t = r_t B_t^1 + r_t B_t^2$$

Om juistere budgetbeperkingen tot stand te brengen dient het volgende te geschieden :

Vooreerst het toekennen van een grotere discretionaire belastingbevoegdheid T_t^1 aan de deelstaten, zodat er een grotere mate van overeenstemming met G_t bereikt wordt. Tegelijkertijd dient T_t^2 af te nemen.

Vervolgens een grotere mate van participatie in de federale schuldenlast, d.w.z. een toename van $r_t B_t^2$.

Dit kan geschieden door een overheveling van de schuld zelf B_t^2 of door alleen een participatie in de schulddienst. In dit laatste geval kan het in mindering gebracht worden van de overgedragen middelen.

$$T_t^2 - r_t B_t^2$$

Van de centraal geïnde belastingen wordt enkel het saldo na afhouding van een bedrag $r_t B_t^2$ overgedragen aan de deelstaat. Uiteraard geldt daarbij volgende minimumvoorwaarde van T_t^2 .

$$T_t^2 = r_t^{\max} B_t, \quad \text{met } \tau \geq t$$

waar r_t verwijst naar de fluctuerende rentevoet.

Na deze hervormingen zou de budgetbeperking van de deelstaten er als volgt uitzien :

$$\Delta B_t = G_t - T_t^1 - (T_t^2 - r_t B_t^2) + r_t B_t^1$$

Aangezien eigen belastingbevoegdheden T_t^1 nu belangrijker zijn, beschikken de deelstaten nu over een belangrijke beleidsvariabele zowel op korte als op lange termijn.

De beleidskeuze tot intertemporele spreiding van de belastingen laat hen daarbij ook toe ΔB_t als beleidsvariabele op korte termijn te gebruiken.

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

- 1976 — 1. Louis BAECK, De inflatoire groeimachine. (uitgeput)
2. Paul DE GRAUWE, Theo PEETERS, De recente inflatie : een structureel of een monetair probleem ? (uitgeput)
- 1977 — 3. Karel TAVERNIER, Krachtlijnen voor een Belgisch stabilisatiebeleid. (uitgeput)
4. Paul DE GRAUWE, Korporatisme en werkloosheid, (uitgeput)
5. Paul VAN ROMPUY, Enkele structurele aspecten van de crisis. (uitgeput)
6. Louis BAECK, Naar een nieuwe groeicyclus met een ander groei-patroon.
- 1978 — 7. Louis BAECK, Politiek verantwoordelijk handelen en socio-economisch optimum. (uitgeput)
8. Paul DE GRAUWE, Bureaukratische controle en het economisch systeem.
9. Paul VAN ROMPUY, Guido DE BRUYNE, De regionalisatie economisch bekeken. (uitgeput)
10. Louis BAECK, De nieuwe internationale economische orde en haar kritische tegenhangers. (uitgeput)
11. Theo PEETERS, Economisch federalisme : lessen uit het buitenland.
12. Dirk HEREMANS, Economische autonomie en economische unie, krachtlijnen voor een duurzame oplossing.
- 1979 — 13. Paul DE GRAUWE, Arbeidsduurvermindering en tewerkstelling.
14. Economisch Federalisme. (uitgeput)
Deel I : Financiële middelen en herverdeling, Paul VAN ROMPUY, Albert VERHEIRSTRAETEN, Regionale Herverdelings- en Financieringsstromen.
Theo PEETERS, Financiële middelenvoorziening voor gemeenschappen en gewesten.
15. Economisch Federalisme.
Deel II : Organisatie en bevoegdheden, Dirk HEREMANS, Verkaveling van bevoegdheden en economische unie.
Vic VAN ROMPUY, Economisch stelsel en verdeling van bevoegdheden.
- 1980 — 16. Guy CLEMER, Karel TAVERNIER : Tewerkstelling en inkomensmatiging in België : een onvermijdelijke keuze.
17. Louis BAECK, Lokomotief strategie : met stoom uit de Eurovalutamarkt. (uitgeput)
18. Michel DOMBRECHT, Theo PEETERS, Sanering van de overheidsfinanciën : gevaarlijk of onvermijdelijk ?
- 1981 — 19. Paul DE GRAUWE, Marcia DE WACHTER, Produktie, tewerkstelling en verdeling. Een neo-liberale benadering.
20. Louis BAECK, De jaren tachtig in perspectief. (uitgeput)
21. Paul VAN ROMPUY, Patrick VAN CAYSEELE, Raming van de geregionaliseerde lopende rekening van de overheid in 1979.

22. Paul DE GRAUWE, Loonkosten, energiekosten en kapitaalkosten. België gedurende 1970-1980. (uitgeput)
 23. Frans SPINNEWYN, Een verzekeringstechnische benadering van de werkloosheidsverzekering.
- 1982 —
24. Louis BAECK, Herstelbeleid, vroeger en nu.
 25. Paul DE GRAUWE, Marc JANSSENS, Aanbodeconomische effecten van de belastingdruk in België.
- 1983 —
26. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Linkse en rechtse gezondheidsindicatoren van de Belgische Economie.
 27. Louis BAECK, Hoe de crisis ombuigen. (uitgeput)
 28. Paul VAN ROMPUY, Maatschappelijke keuze en economische crisis.
 29. Vic VAN ROMPUY, Erik SCHOKKAERT, Begrotingstekorten, Rente-lasten en Openbare schulden in België. Een kijk op halflange termijn.
- 1984 —
30. Dirk HEREMANS, Hans GEEROMS, Marktsector en budgetsector in België. Grenzen aan het overheidsbeslag ?
 31. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Zijn de rentelasten van de overheidsschuld ondraaglijk geworden ?
- 1985 —
32. Louis BAECK, De wonderbare wereld van de economische paradigma's. (uitgeput)
 33. Paul VAN ROMPUY, Solidariteitsmechanismen in federale staten.
 34. Louis BAECK, De V.S. en de E.G. : vergelijking op lange termijn.
 35. Louis BAECK, Het economisch denken in het Spanje van de 16e en 17e eeuw.
 36. Guido DE BRUYNE, Paul DE GRAUWE, Hervreiding van het werk en makro-economisch evenwicht.
 37. Paul VAN ROMPUY, Arbeidsmarktflexibiliteit en werkloosheid.
- 1987 —
38. Paul DE GRAUWE, Anne FREMAULT, Micro- en macro-economische effectiviteit van de Belgische prijsreglementering.
 39. Louis BAECK, Kentering in de westerse economie.
 40. Johan MORTELMANS, Erik SCHOKKAERT, Lode BERLAGE, Robert VERTONGHEN, De economische wenselijkheid van een snelspoorverbinding door België.
 41. Louis BAECK, De aandelenbeurzen, 1982-87 : het lustrum van de stier.
 42. Lode BERLAGE, Dirk TERWEDUWE, Grondstoffenuitvoer van ontwikkelingslanden : machtsmiddel of struikelblok ?
- 1988 —
43. Louis BAECK, De westerse economie na de krach. (uitgeput)
 44. Filip ABRAHAM, Nationale vakbonden, interprofessionele loonakkoorden en economische politiek.
 45. Paul VAN ROMPUY, m.m.v. Valentijn BILSEN, 10 Jaar financiële stromen tussen de gewesten in België.
 46. Dirk HEREMANS, Bevoegdheidsverdeling en economische autonomie. De staatshervorming in het licht van 1992.
 47. Wim MOESEN, Dirk HEREMANS, Paul VAN ROMPUY, Mark EYSKENS, Bedenkingen bij de nieuwe financieringsvoorstellen voor gewesten en gemeenschappen.

48. Vic VAN ROMPUY, Overheidstekort, overheidsschuld en economische welvaart. Toepassing op België 1947-1988
- 1989 — 49. Lodewijk BERLAGE, België en de schulden van de Afrikaanse lage inkomenslanden.
50. Jacques DREZE, Schuld en coöperatie in de mondiale economie. (uitgeput)
51. Paul DE GRAUWE, Milieuvriendelijke groei : utopie of werkelijkheid ?
- 1990 — 52. Paul VAN ROMPUY, Europese ankerpunten voor het belgisch begrotingsbeleid.
53. Louis BAECK, De jaren '90 : een Europees decennium. (uitgeput)
54. Paul DE GRAUWE, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Denise VAN REGEMORTER, Het milieubeleid in Vlaanderen. Een economische visie.
55. Paul DE GRAUWE, Wim VANHAVERBEKE, Competitiviteit, oliecrisis en loonindexering.
56. Wim MOESEN, Begrotingen, beleid en beheer. Over de besparingsvoorstellen, wat ze zijn en wat ze niet zijn.
- 1991 — 57. D. HEREMANS, M. DE BROECK, Overheidsschuld en financiële markten in de branding.
58. Louis BAECK, Bruno VAN ROMPUY, Golfoorlog : geopolitiek, petroleum en islam. (uitgeput)
59. Paul DE GRAUWE, Koen STRAETMANS, Het programma-akkoord in de petroleumsector. Een ondoelmatig systeem van prijzencontrole.
60. Paul DE GRAUWE, Denkoefeningen over de regionalisering van de Belgische overheidsschuld.
- 1992 — 61. Paul DE GRAUWE, Over Franse kolonisatie en Belgische verankering.
62. Stef PROOST, Beleidsvoorstellen voor de broeikasproblematiek.
63. André DECOSTER, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Hervorming van indirecte belastingen : winnaars en verliezers.
64. Paul VAN ROMPUY, Kritische bedenkingen bij de regionalisering van de overheidsschuld.
65. Paul DE GRAUWE, Wat doet de nationale bank met ons geld ?
- 1993 — 66. Patrick VAN CAYSEELE, Waarom wij? Of de economische onderbouw van een verankeringsbeleid.
67. Paul DE GRAUWE, Bart VAN DER HERTEN, De legitimering van overheidsmonopolies in het spoorwegvervoer en in de telecommunicatie. Een historische analyse.
68. Paul VAN ROMPUY, Valentijn BILSEN, Regionalisering van de sociale zekerheid.
69. Lodewijk BERLAGE, Wim LAGAE, Afrika, de verwaarloosde debiteur.

